

Consultatio S.A. (Consultatio)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	
Calificación al Emisor	AA(arg)
Acciones Ordinarias	1
Perspectiva	
Estable	

Resumen Financiero

(miles de \$)

	30/06/17	31/12/16
	NIIF	NIIF
	6 meses	Anual
Total Activos	19.045.670	20.361.950
Deuda Financiera	636.381	578
Ingresos	8.824.553	6.096.595
EBITDA	4.465.084	2.510.817
Caja y equivalentes	9.122.335	5.922.005
Deuda/ EBITDA	0,07	0,00

A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2012, Consultatio ha adoptado las NIIF.

NIIF: Normas internacionales de información Financiera

A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2013, Consultatio dejó de consolidar proporcionalmente su participación en Nordelta a partir de una modificación en la NIIF 11.

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores

Analista Principal:

Mariano De souza
 Analista
 +5411 5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario:

Pablo Artusso
 Director Asociado
 +5411 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Bajo riesgo operacional: Las características operativas que presenta Consultatio le permiten minimizar su exposición al riesgo de la actividad de desarrollo inmobiliario. En este sentido la empresa ha demostrado capacidad para conservar sólidos márgenes de rentabilidad a pesar de operar en un ambiente inflacionario y con demanda volátil en el mercado local a través de posicionarse en un nicho de mercado focalizado en clientes de alto poder adquisitivo. Asimismo, la flexibilidad operativa de Consultatio, producto de bajos niveles de financiamiento externo, junto con probada capacidad de fondear holgadamente los desarrollos a través de preventa, le otorgan mayor poder de negociación y la aíslan de recurrir a políticas agresivas de descuento. Por otro lado, cuenta con un ingreso estable de alquileres estimado en U\$S 5.3 MM.

Fuerte posicionamiento competitivo con mayor exposición al mercado local: La empresa se presenta como uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país, cuenta con 5 proyectos de gran escala con un potencial de ventas de aproximadamente U\$S3.000MM en el largo plazo. Hacia adelante, Fix estima que la compañía presentará una mayor exposición al mercado local ya que el 87% de los ingresos futuros se encuentran concentrados en desarrollos en Argentina. No obstante, la volatilidad de los flujos se ve parcialmente mitigada por la incorporación de distintos pisos de Catalina Norte al portafolio actual de oficinas en alquiler, el cual cuenta con más de 14.600 m2.

Elevada flexibilidad financiera: Consultatio cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de su fuerte posición de liquidez y probado acceso al mercado financiero. Esto le permite administrar la velocidad en la comercialización de los proyectos según el dinamismo de la demanda y aprovechar oportunidades de inversión. Hacia adelante, los desarrollos a encarar por la compañía podrían implicar un aumento en el apalancamiento. No obstante, FIX prevé que la compañía priorice la financiación a través de las pre-ventas, con la cual podría sostener una adecuada estructura de capital.

Sensibilidad de la calificación

Una baja en la calificación podría darse a partir de cambios en la estrategia de crecimiento o por cambios en el manejo de la caja. Asimismo, una mayor previsibilidad en la generación de flujos, producto de mayores ventas por alquiler podría determinar una suba de calificación.

Liquidez y estructura de capital

Conservador manejo de la liquidez: La compañía operó históricamente con un acotado nivel de deuda y una fuerte liquidez con bajo riesgo de descalce de moneda. A Jun'17, la deuda financiera de Consultatio se ubicaba en U\$S 37 MM. Adicionalmente, la posición de caja y equivalentes ascendía a U\$S 540MM, y la empresa poseía una cartera de boletos a cobrar por aproximadamente U\$S 288MM (no incluye Nordelta S.A. quien detenta anticipos pendientes a recibir por U\$S 33 MM), con vencimientos mayormente en el corto plazo. La liquidez de la compañía le permite realizar compras oportunísticas de terrenos y le otorga certidumbre a la finalización de las obras.

Reducido nivel de endeudamiento: La compañía operó históricamente con un acotado nivel de deuda y una fuerte liquidez. En 2017, Consultatio obtuvo una línea de crédito con J.P. Morgan Chase Bank por hasta U\$S200 MM cuyo saldo a Jun' 17 fue de U\$S37 MM, con el fin de financiar la compra de un terreno para desarrollar el proyecto Oceana Puerto Madero.

Perfil del negocio

Consultatio se posiciona como uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país, y en los últimos años ha encarado proyectos en Estados Unidos y en Uruguay. La empresa opera cuatro mercados diferentes: complejos urbanos integrales, venta y alquiler de edificios de oficinas, venta de unidades residenciales y desarrollos residenciales turísticos. La estrategia comercial en cada uno consiste en la adquisición de reservas de tierras únicas en áreas de fuerte crecimiento poblacional y en el desarrollo de proyectos de gran escala focalizados en mercados de elevado poder adquisitivo, manteniendo una estructura financiera conservadora.

La empresa desarrolla actualmente 5 proyectos inmobiliarios: Nordelta, Puertos, Las Garzas, Oceana Bal Harbour, y Oceana Puerto Madero, y posee oficinas comerciales destinadas a alquiler.

Nordelta (Ventas remanentes por U\$S 1.246MM)

Lanzado en 1999, se constituye en el primer complejo urbano construido bajo el concepto de "Ciudad-pueblo" en Argentina y uno de los más grandes de América Latina. Abarca una superficie de aprox. 1.600 hectáreas (750 hectáreas vendibles), y se estiman ventas proyectadas totales por U\$S2.133MM.

Puertos (Ventas remanentes por U\$S 1.308MM)

El proyecto abarca una superficie de 1.440 hectáreas (650 hectáreas vendibles) y comprende el desarrollo de un complejo urbano sobre la base del modelo de Nordelta. A fines de 2010 se produjo el lanzamiento de los primeros barrios y en ene'14 se realizaron las primeras entregas. Se estiman ventas proyectadas totales por U\$S1.499MM.

Las Garzas (Ventas remanentes por U\$S 109MM)

La compañía se encuentra desarrollando un centro residencial turístico exclusivo de alrededor de 450 lotes en un terreno de 240 hectáreas (130 hectáreas vendibles) sobre el mar en la costa de Rocha, Uruguay, a 20 km de José Ignacio. En 2008 lanzó la primer venta. Actualmente, la empresa realizó el 79% de las inversiones y género ventas por U\$S49 MM (23% de avance).

Oceana Key Biscayne (Ventas remanentes por U\$S 31MM)

El complejo residencial de alta gama se desarrolla en un terreno de 4.2 hectáreas en Key Biscayne, Miami, y su construcción se finalizó en 2014. El proyecto consta de 154 unidades, y 45.000M2, y a Abr'17 se ha firmado boletos de compra venta por USD595MM (151 unidades).

Oceana Bal Harbour (Ventas remanentes por U\$S 287MM)

A Abr'17 se han firmado boletos de compra venta por USD914MM (171 unidades). En abr'14 la compañía obtuvo una línea de crédito por un total de USD332 MM que le asegura el financiamiento del total del proyecto, el mismo ya fue cancelado.

Oceana Puerto Madero

Se adquirió un terreno de aproximadamente 12.000 m2 por un valor de U\$S 44MM. Se construirán dos edificios con 26.000 m2. Se espera que se comience a vender en 2018.

Edificios de oficina

Consultatio posee pisos en las torres de oficinas Catalinas Plaza, finalizada en 1995, y Alem Plaza, construida en 1998, por 4.651 m2. En Diciembre de 2016, la compañía finalizó con el desarrollo del proyecto Catalinas Norte, y se han vendido 33 pisos. Los 7 pisos restantes por 9.980 m2 son alquilados por Consultatio a terceros, los cuales presentan una tasa de ocupación del 86%.

Los cuadros a continuación resumen los aspectos más significativos de los proyectos mencionados:

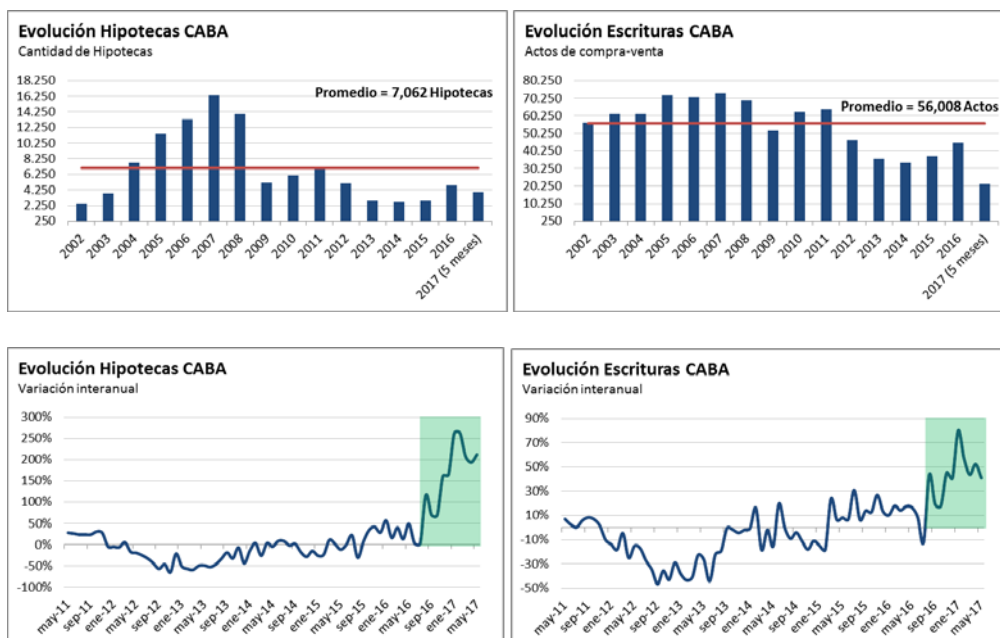
Desarrollo Inmobiliario- Oceana (Proyecciones de la empresa) Abr'17											
Ventas y Costos en USD MM											
Cifras a Abr'17	Lanzamiento	Finalizacion	M2 Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada	Inversion proyect.	% avance	
Proyecto											
Oceana Key Biscayne	2012	2014	45.000	13.898	595	625	95%	357	372	96%	
Oceana Bal Harbour	2013	2016	65.000	18.482	914	1201	76%	615	718	86%	
Oceana Puerto Madero	2018	??	26.000	-	0	A confirmar		35	A confirmar		
Total			136.000		1.509	1.827	83%	1.007	1.090	92%	
Margen bruto Promedio Proy.		40%									

Desarrollo Inmobiliario-Ciudad Pueblo (Proyecciones de la empresa)											
Ventas y Costos en USD MM											
Cifras a Abr'17	Lanzamiento	Finalizacion	Hs Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada*	Inversion proyect.*	% avance	
Proyecto											
Nordelta	1999	??	680	314	887	2133	42%	462	820	56%	
Puertos	2010	??	561	267	191	1499	13%	211	753	28%	
Las Garzas	2008	??	127	124	49	158	23%	65	82	79%	
Total			1.368		1.127	3.789	30%	739	1.655	45%	
* Incluye unicamente costo de construcción y terreno											
Margen Bruto Promedio Proy.		56%									
Total ventas potenciales		2.980									
Ergaciones pendientes		999									

Desarrollo Inmobiliario- Alquiler Oficinas (Proyecciones de la empresa)						
Ventas y Costos en USD MM						
Cifras a Abr'17	Lanzamiento	GLA Consultatio	Alquiler Anual	USD/ M2 por año	Ocupacion	
Proyecto						
Catalinas y Torre Alem Plaza	1999	4.651	1,5	323	100%	
Catalinas Norte	2016	9.980	3,8	381	86%	
Total		14.631	5,3			

Riesgo del sector

El sector de Bienes Raíces local se encuentra en un punto de inflexión debido principalmente a una combinación de un fuerte incremento en la oferta de crédito hipotecario y una mayor disponibilidad de dólares, en un contexto macroeconómico y regulatorio más favorable. Fix estima que el sector posee un elevado potencial de crecimiento aunque sujeto a una alta volatilidad en el corto plazo. Los principales riesgos del sector se vinculan con el comportamiento pro cíclico del nivel de demanda, y una elevada sensibilidad a cambios en el entorno macroeconómico.



Posición competitiva

Consultatio S.A. cuenta con una importante posición en el mercado local de desarrollos inmobiliarios de gran escala destinados al mercado de alto poder adquisitivo, y en el mercado de edificios de oficinas de primer nivel.

La estrategia de la empresa consiste en identificar oportunidades de adquisición de nuevos terrenos en áreas de alto potencial para el desarrollo de emprendimientos inmobiliarios de gran escala, y orientados a clientes de alto poder adquisitivo en el mercado local. Asimismo, Consultatio ha demostrado recientemente, con los proyectos Oceana, capacidad de implementar su modelo de negocio en el exterior. El Ingreso al Régimen de Oferta Pública realizado en May'08 proveyó de liquidez y recursos a la compañía para analizar y emprender negocios inmobiliarios en otros países de la región y tomar ventaja de las oportunidades que se presenten en el mercado inmobiliario.

Además la Compañía ha operado con un perfil financiero conservador, maximizando las preventas para generar capital de trabajo.

Administración y calidad de los accionistas

El accionista principal y presidente de la compañía es el Sr. Eduardo Costantini. El mismo cuenta con una vasta experiencia en el mercado de desarrollos inmobiliarios. A la vez, ha apoyado financieramente a la compañía a través de préstamos y aportes de capital.

Factores de riesgo

Mayor exposición al mercado local mitigado por mayor participación del segmento alquileres:

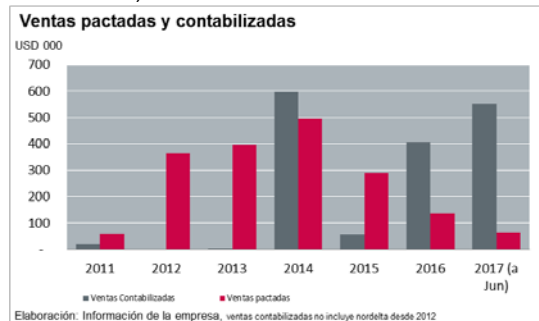
La compañía muestra una mayor exposición al mercado local, las ventas futuras en el mercado argentino pasaron de representar el 79% en 2016 a un 87% en 2017. Este riesgo se encuentra mitigado en parte, por el aumento de la superficie de alquileres que paso de 4650m² a más de 14600m² con la incorporación del edificio Catalina Norte.

Riesgo de descalce de moneda: La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los precios de sus activos están denominados en dólares mientras que los costos se encuentran indexados en pesos.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Debido a que contablemente se reconocen los ingresos por venta y resultados operativos al momento en que se efectúa la entrega de los inmuebles, la empresa presenta un bajo nivel de ventas y resultados operativos durante gran parte del desarrollo inmobiliario, y luego la tendencia se reversa en el momento de la entrega. En este sentido el EBITDA generado fue negativo durante 2010-2013, y en 2014 ascendió a U\$S 232MM con la entrega de las unidades de Key Biscayne. En 2015 presentó un EBITDA negativo y en 2016 con las entregas de Bal Harbour alcanzó los U\$S155MM).



Apertura de Ventas por Proyecto								
US\$ MM, *NIIF								
Consolidado	jul-05	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017 a jun	
Puertos					23	25	10	15
Las garzas	4	0	3	3	3	10	10	4
Key Biscayne					568	22	5	8
Bal Harbour							368	522
Alquileres	4	2	1	1	1	1	2	3
Nordelta Proporcional	12							
Total	21	2	4	596	58	395	551	
<i>No consolidado</i>								
Nordelta	24	34	12	31	46	51	15	

Apertura de Ventas por Proyecto								
US\$ MM, *NIIF								
Consolidado	2011	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017 a jun	
Puertos					23	25	10	15
Las garzas	4	0	3	3	3	10	10	4
Key Biscayne					568	22	5	8
Bal Harbour							368	522
Alquileres	4	2	1	1	1	1	2	3
Nordelta Proporcional	12							
Total	21	2	4	596	58	395	551	
<i>No consolidado</i>								
Nordelta	24	34	12	31	46	51	15	

Flujo de fondos

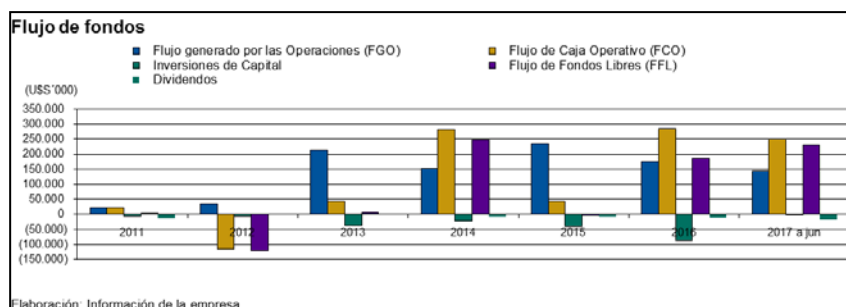
La estrategia financiera de la empresa consiste en financiar sus proyectos principalmente con preventas, y en ciertos casos el terreno a través de préstamos bancarios con garantía real. En este sentido a Jun'17 contaba con una cartera de créditos a cobrar por U\$S 288MM de los cuales U\$S 28,2MM corresponden a anticipos pendientes de recibir en un plazo menor a un año. Los cuadros a continuación describen la política de cobranzas de la empresa para los proyectos Oceana Bal Harbour, Catalinas Norte y "Ciudad Pueblos".

Proyecto	Oceana Bal Harbour*
Reserva	10%
Boleto de compraventa	20%
Finalización losa piso 14	10%
Finalización losa ultimo piso (27)	10%
Entrega	50%

Proyecto	Ciudad Pueblos*
Reserva	35%
Pagos mensuales (24 meses)	65%

* Contrato en USD

En general, Consultatio ha presentado FFL levemente negativo hasta el momento de la entrega de las unidades, donde aumentan significativamente. En el ejercicio 2016 el mismo fue de 2.888 MM.



Liquidez y estructura de capital

Consultatio presenta una conservadora estrategia comercial que repercute en reducidos niveles de endeudamiento en relación a la magnitud de los proyectos desarrollados, y una fuerte posición de liquidez. A junio de 2017 los fondos líquidos, luego de compromisos, llegaban a 286 MM de dólares.

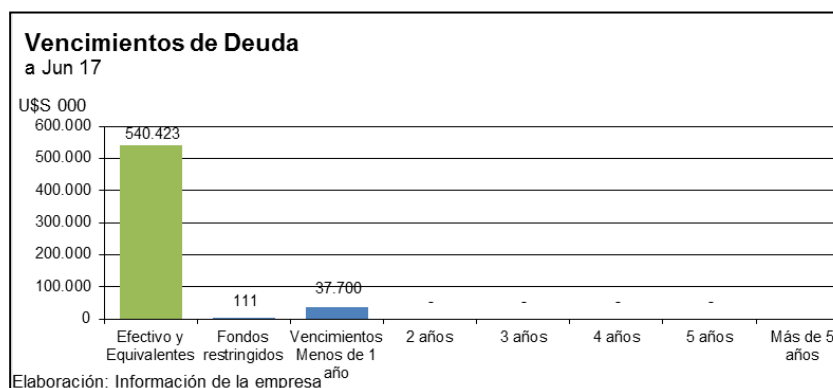
a Jun17	
Liquidez y compromisos 2017-2019	
USD MM	
Caja y equivalentes	540
Fondos restringidos	5
Boletos a cobrar	0
Liquidez disponible	546
Obras comprometidas*	220
Deuda financiera	40
Total compromisos	259
Fondos líquidos estimados	286

*Incluye Oceana BH, KB, y Las Garzas

A Jun'17 la posición de caja y equivalentes de la compañía ascendían a U\$S 540 MM, contaba con U\$S 5,1MM de fondos restringidos con aplicación específica a la construcción y corresponden a anticipos de clientes del proyecto de Bal Harbour. Similarmente, la empresa poseía una cartera de boletos a cobrar por \$0.28MM a jun'17. En 2017, Consultatio obtuvo una línea de crédito con J.P. Morgan Chase Bank por hasta U\$S200 MM cuyo saldo a Jun' 17 fue de U\$S37 MM, con el fin de financiar la compra de un terreno para desarrollar el proyecto Oceana Puerto Madero.

Deuda Financiera					
US\$ 000					
jun-17	Monto	Tasa	Moneda	Vencimiento	
				2017	2018
Préstamos Bancarios JP	39.487	Libor + 0,75%	USD	39.487	-
Préstamos bancarios varios	277	15-16%	\$	277	-
Total	39.764			39.764	-

Elaboración: Información de la empresa



Fodeo y flexibilidad financiera

Consultatio cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de su fuerte posición de liquidez y probado acceso al mercado financiero. Esto le permite administrar la velocidad en la comercialización de los proyectos según el dinamismo de la demanda y aprovechar oportunidades de inversión. Hacia delante, los desarrollos a encarar por la compañía podrían implicar un aumento en el apalancamiento. No obstante, FIX prevé que la compañía priorice la financiación a través de las pre-ventas, con la cual podría sostener una adecuada estructura de capital.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, Consultatio ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2013, Consultatio dejó de consolidar proporcionalmente su participación en Nordelta a partir de una modificación en la NIIF 11. Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a jun'17 se han estimado anualizando las cifras semestrales.

Resumen Financiero- Consultatio S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	jun-17	2016	2015	2014	2013	2012
Meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	4.465.084	2.510.817	(20.812)	1.990.144	(94.318)	(57.337)
EBITDAR Operativo	4.465.084	2.510.817	(20.812)	1.990.144	(94.318)	(57.337)
Margen de EBITDA	50,6	41,2	(3,9)	41,1	(419,2)	(564,8)
Margen de EBITDAR	50,6	41,2	(3,9)	41,1	(419,2)	(564,8)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	30,7	23,2	22,0	22,8	33,9	6,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	41,9	47,4	(7,9)	41,8	156,2	(5.679,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	51,3	27,6	30,9	48,4	2,7	0,9
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4.765,8	30,0	80,0	64,5	232,0	349,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	9.236,2	26,7	(0,8)	102,2	(18,5)	(117,5)
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	9.236,2	26,7	(0,8)	102,2	(18,5)	(117,5)
EBITDA / Servicio de Deuda	14,0	26,6	(0,0)	46,9	(0,2)	(30,2)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	14,0	26,6	(0,0)	46,9	(0,2)	(30,2)
FGO / Cargos Fijos	4.765,8	30,0	80,0	64,5	232,0	349,7
FFL / Servicio de Deuda	11,6	31,5	(0,0)	48,2	0,1	(303,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	25,9	94,2	2,0	112,7	2,4	3,2
FCO / Inversiones de Capital	6.294,6	3,3	1,1	12,2	1,2	(18,1)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,1	0,0	0,9	0,9	0,8	3,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,1	0,0	(94,9)	0,5	(9,9)	(11,5)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,0)	(2,4)	94,7	(0,8)	0,4	(1,4)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,1	0,0	(94,9)	0,5	(9,9)	(11,5)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,0)	(2,4)	94,7	(0,8)	0,4	(1,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	0,5	5,3	1,8	1,9	0,6	0,1
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,0	1,0	1,0	0,0	0,4	0,0
Balance						
Total Activos	19.045.670	20.361.950	18.148.744	9.610.514	7.447.298	4.116.953
Caja e Inversiones Corrientes	9.122.335	5.922.005	3.945.557	2.733.687	971.569	582.113
Deuda Corto Plazo	636.381	578	1.975.152	22.943	415.024	1.412
Deuda Largo Plazo	0	0	0	1.047.848	516.923	659.209
Deuda Total	636.381	578	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	636.381	578	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	636.381	578	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621
Total Patrimonio	14.369.339	12.162.970	8.054.753	4.437.973	2.557.565	2.009.492
Total Capital	15.005.720	12.163.548	10.029.905	5.508.764	3.489.512	2.670.113
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.303.486	2.726.713	2.174.181	1.235.445	1.178.949	170.146
Variación del Capital de Trabajo	1.693.587	1.655.616	(1.776.018)	1.047.694	(938.229)	(716.491)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.997.073	4.382.329	398.163	2.283.139	240.720	(546.345)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(635)	(1.338.577)	(364.968)	(186.609)	(205.577)	(30.232)
Dividendos	(295.509)	(154.783)	(75.793)	(70.000)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.700.929	2.888.969	(42.598)	2.026.530	35.143	(576.577)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	1.480.153	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(6.107.465)	1.147.336	(574.581)	(618.004)	(290.980)	4.258
Variación Neta de Deuda	660.745	(2.393.179)	349.251	(142.760)	271.327	(57.415)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.116.908)	(1.774)	(103.633)	(398.523)	(11.834)	814.394
Variación de Caja	(3.862.699)	3.121.505	(371.561)	867.243	3.656	184.660
Estado de Resultados						
Ventas Netas	8.824.553	6.096.595	539.318	4.844.635	22.500	10.152
Variación de Ventas (%)	2.787,2	1.030,4	(88,9)	21.431,7	121,6	(88,2)
EBIT Operativo	4.433.412	2.483.550	(22.368)	1.988.652	(95.849)	(58.285)
Intereses Financieros Brutos	483	93.983	27.506	19.471	5.103	488
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.403.897	2.991.809	1.930.312	1.692.208	61.888	13.710

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Acciones

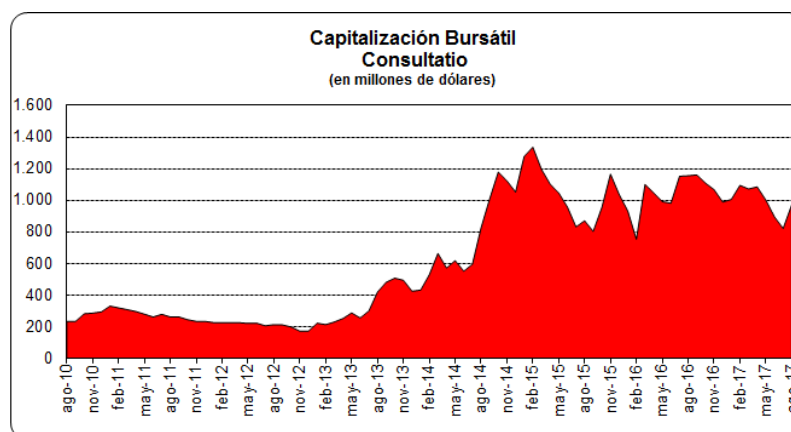
Liquidez de la acción de Consultatio S.A. en el mercado

A Jun'17, el capital social de la compañía ascendía a \$409.906.729 compuesto por 409.906.729 acciones de valor nominal \$ 1 cada una y con derecho a un voto por acción.

El 26/05/08 finalizó el período de suscripción de las acciones de Consultatio en el marco de la oferta pública de sus acciones en el mercado de capitales. El resultado de la misma fue una colocación de 110.000.000 de acciones a un precio de suscripción de \$3.20 por acción, permitiéndole a la compañía captar fondos por aproximadamente U\$S 110 millones.

Luego de la emisión de acciones un 28.7% del capital comienza a cotizar en la Bolsa de Buenos Aires, mientras que Eduardo Costantini (accionista principal) mantiene un 69,7% de participación. Dado que la mayor parte de las acciones emitidas fueron adquiridas por las AFJP, luego de la estatización del régimen de jubilaciones y pensiones, ANSES mantiene el 24.9% del capital de Consultatio.

La capitalización bursátil de Consultatio a Ago'17 era de U\$S 972MM. El cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde Ago'10:



Fuente Economática

Presencia

En los últimos doce meses a Ago'17, la acción de Consultatio mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado, mostrando una tendencia creciente.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos 12 meses a Ago'17, se observa que la acción de Consultatio registró una rotación del 19,2% sobre el capital flotante en el mercado.

Participación

Durante el año móvil a Ago'17, el volumen negociado por Consultatio fue de \$866MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 1,07%.

En conclusión, se considera que la acción de Consultatio cuenta con una **liquidez alta**.

Anexo IV. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, realizado el **25 de Septiembre de 2017** confirmó* en **Categoría AA(arg)** la calificación del emisor otorgada a **Consultatio S.A.** La misma cuenta con Perspectiva Estable.

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

Por su parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la compañía y de la liquidez de sus acciones en el mercado, **FIX** confirmó* en **Categoría 1** la calificación de las acciones de Consultatio S.A.

Categoría 1: se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-2017 (6 meses) disponibles en www.cnv.gov.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & Co. S.R.L.
- Prospecto de Oferta Pública de Acciones de fecha 9-05-2008 disponible en www.cnv.gov.ar

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.